



华泰联合证券
2011-02-28

华泰联合证券
HUAUTAI UNITED SECURITIES

华泰联合证券
HUAUTAI UNITED SECURITIES

华泰联合证券
HUAUTAI UNITED SECURITIES

华泰联合证券
HUAUTAI UNITED SECURITIES

有色金属/黄金

证券研究报告
公司研究 / 年报点评

山东黄金 (600547)

增持/维持评级

股价: RMB49.61

分析师

张勇

SAC 执业证书编号:S1000510120020

(0755)8212 5160

zhangyong@mail.hthsc.com.cn

内外兼修，稳健扩张

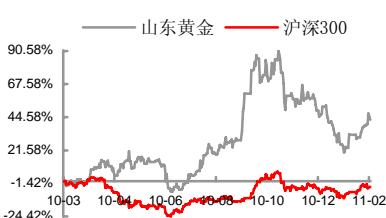
- 公司于 02 月 25 日发布 2010 年年报，实现营业收入 315.15 亿元，同比增长 34.91%，利润总额 17.88 亿元，同比增长 63.45%，归属于公司股东的净利润 12.23 亿元，同比增长 63.35%，实现 EPS 0.86 元/股，同比增长 62.26%。业绩符合预期。
- 公司收入和利润同比大幅上升，主要原因有：一、2010 年，黄金价格持续攀升，同比涨幅超过 20%；二、公司黄金产销量均有所增长。报告期内，公司通过技改，大幅提高了矿石处理能力，矿石平均日处理量达到 27210 吨/日，同比增加 3127 吨/日；全年矿石处理量 921.05 万吨，同比增长 14.48%；实现自产黄金 19.41 吨，同比增长 9.86%。
- 2010 年，公司在内部和外部同时实现了扩张。内部，通过技术升级改造，提高了矿石生产能力和黄金产量。而三大项目（三山岛 8000 吨/日、焦家 6000 吨/日扩建项目和 1200 吨/日金精矿回收利用项目）的建设，将为公司未来发展增添新的动力。外部，通过收购实现快速扩张。成功并购了山东金石矿业有限公司 75% 股权，取得了新城金矿附近 16.7 平方公里探矿权，其中 1.94 平方公里区域已探明黄金资源量 71 吨；收购了鑫莱公司的独立经营权，拥有了莱西山后普查探矿区 4.79 平方公里的矿权和资源；全年累计探获矿石资源量 1111 万吨、金属量 30 吨。
- 黄金价格在 2010 年震荡上行。展望未来，我们认为，长期来看，推动黄金价格上涨的基础—货币贬值和通货膨胀将长期存在，金价仍具长期潜力。中期趋势则不甚明朗，发展中国家因通胀高企而持续紧缩；发达国家，尤其是美国，经济复苏超市场预期，而核心通胀上升却不明显。两方面因素均对金价上涨起到抑制作用。而短期由于中东政局动荡，黄金的避险功能重新发挥作用，金价再度攀升。我们判断，未来黄金价格持续震荡的概率较大，需要关注因美国通胀超预期及全球政局动荡引发上涨的可能性。
- 维持“增持”评级。按照 2011-2012 年黄金价格 300 元/克、310 元/克的假设，我们预测公司 2011-2012 年 EPS 为 1.10 元/股、1.36 元/股，对应目前 PE 为 45.2 倍。基于公司的资源储备和并购重组预期，以及在管理、

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	1,423
流通 A 股 (百万股)	1,423
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	70,599

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

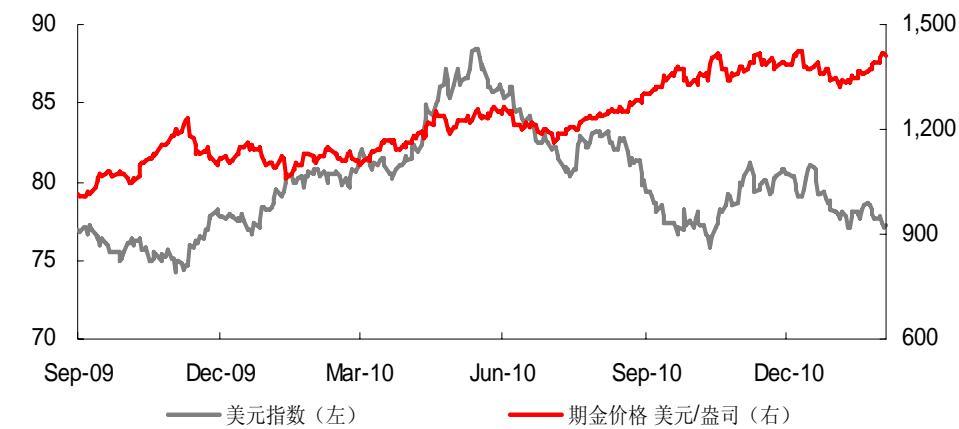
经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	31514.7	33690.0	36351.0	38860.0
(+/-%)	34.9	6.9	7.9	6.9
归属母公司净利润(百万元)	1223.0	1562.0	1942.0	2246.0
(+/-%)	64.0	27.7	24.3	15.7
EPS(元)	0.86	1.10	1.36	1.58
P/E(倍)	57.7	45.2	36.4	31.4

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

成本等方面的优势，我们认为公司长期前景乐观，维持“增持”评级。

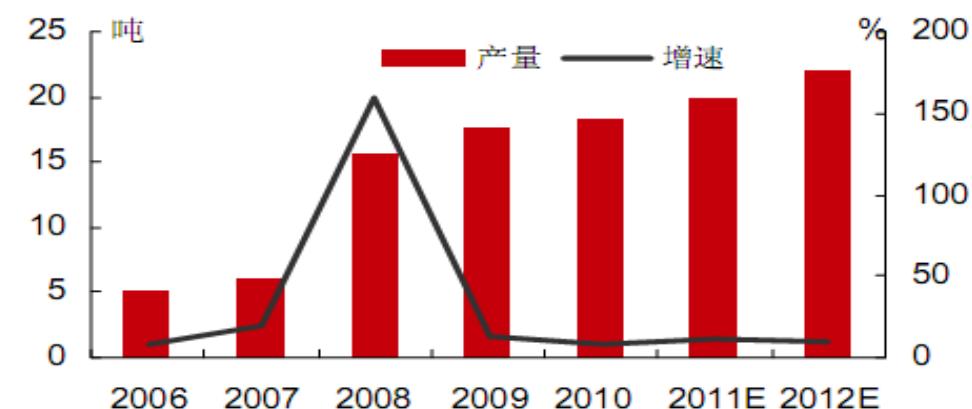
- 风险提示：1、全球政治局势出现动荡、通胀形势日益恶化，发达国家是否持续推行宽松货币政策存在不确定性。2、国内紧缩政策超预期。3、公司在建项目进度低于预期。
•

图 1： 黄金价格走势



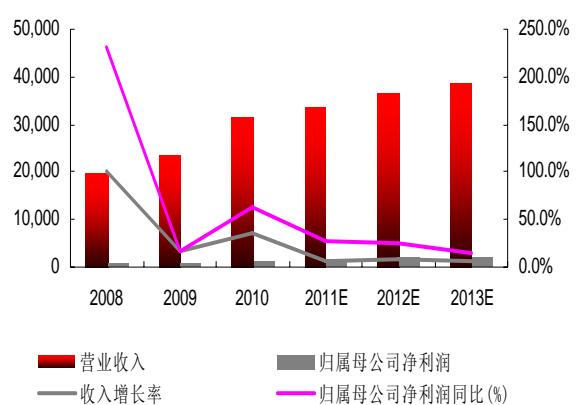
资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 2： 矿产金产量及增速



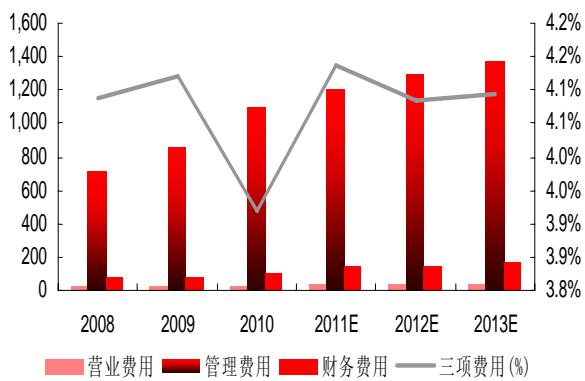
资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

图 3：营业收入及利润



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

图 4：费用构成



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

盈利预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1791	1901	4034	6517	营业收入	31515	33690	36351	38860
现金	817	589	2680	5144	营业成本	28486	30046	32075	34026
应收账款	19	46	32	37	营业税金及附加	4	3	4	4
其他应收款	90	281	217	229	营业费用	22	36	36	36
预付账款	605	561	656	684	管理费用	1103	1206	1301	1381
存货	254	412	440	412	财务费用	110	152	148	175
其他流动资产	0	12	9	10	资产减值损失	-6	0	0	0
非流动资产	7792	7792	8402	9084	公允价值变动收	-5	0	0	0
长期投资	2	8	7	6	投资净收益	0	22	14	12
固定资产	3182	3316	3108	2729	营业利润	1791	2270	2801	3251
无形资产	2870	3735	4842	6050	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资	0	733	445	299	营业外支出	35	0	0	0
资产总计	9583	9693	12436	15601	利润总额	1788	2270	2801	3251
流动负债	3162	1453	1502	1552	所得税	491	590	728	845
短期借款	1590	400	380	350	净利润	1297	1680	2073	2406
应付账款	500	505	533	578	少数股东损益	74	118	130	160
其他流动负债	0	548	588	624	归属母公司净利	1223	1562	1942	2246
非流动负债	1835	1971	2593	3302	EBITDA	1901	2922	3516	4030
长期借款	1270	1692	2256	2909	EPS (元)	0.86	1.10	1.36	1.58
其他非流动负	16	278	337	393					
负债合计	4996	3424	4095	4854					
少数股东权益	698	816	946	1106					
股本	1423	1423	1423	1423					
资本公积	0	0	0	0					
留存收益	2468	4030	5972	8218					
归属母公司股	3888	5453	7395	9641					
负债和股东权	9583	9693	12436	15601					
现金流量表					主要财务比率				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金	1968	1461	2861	3292	成长能力				
净利润	1297	1680	2073	2406	营业收入	34.9%	6.9%	7.9%	6.9%
折旧摊销	0	500	567	604	营业利润	64.7%	26.7%	23.4%	16.1%
财务费用	114	152	148	175	归属母公司净利	64.0%	27.7%	24.4%	15.6%
投资损失	0	-22	-14	-12	盈利能力				
营运资金变动	0	-571	-5	93	毛利率(%)	0.0%	10.8%	11.8%	12.4%
其他经营现金	1854	-277	92	27	净利率(%)	3.9%	4.6%	5.3%	5.8%
投资活动现金	-2419	-471	-1167	-1275	ROE(%)	31.5%	28.6%	26.3%	23.3%
资本支出	982	-1	0	0	ROIC(%)	20.9%	22.6%	25.7%	27.8%
长期投资	0	-42	0	-2	偿债能力				
其他投资现金	0	-513	-1166	-1277	资产负债率(%)	52.1%	35.3%	32.9%	31.1%
筹资活动现金	866	-1218	396	447	净负债比率(%)	120.52	61.11	64.38	67.14
短期借款	-200	-1190	-20	-30	流动比率	0.57	1.31	2.69	4.20
长期借款	970	422	564	652	速动比率	0.49	1.02	2.39	3.93
普通股增加	712	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	3.98	0.00	3.29	2.77
其他筹资现金	-615	-450	-148	-175	应收账款周转率	1841	962	840	1025
现金净增加额	0	-227	2091	2464	应付账款周转率	68.58	59.79	61.77	61.21

数据来源：华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准：

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

减持 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 2011 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：lzrd@mail.hthsc.com.cn

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@mail.hthsc.com.cn