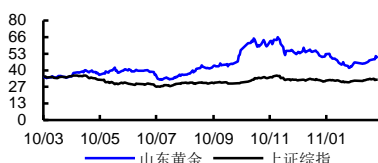


证券研究报告—动态报告
有色金属
有色金属冶炼
山东黄金(600547)
推荐
2010 年年报点评

(维持评级)

2011 年 2 月 28 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本(百万股)	1,423.1/763.5
总市值(百万元)	70,598.6/37,875.9
沪深 300/深圳成指	2,878.57/12,633.88
12 个月最高/最低(元)	79.62/32.16

相关研究报告:

《山东黄金-600547-大幅提高黄金储量,维持“推荐”评级》——2010-11-5

《山东黄金-600547-2010 年三季报点评:金价上涨推升盈利能力,维持“推荐”评级》——2010-10-27

《山东黄金-600547-中报点评:继续受益于黄金价格的上涨》——2010-8-26

证券分析师: 彭波

电话: 0755-82133909

E-mail: pengbo@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120004

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。

公司年报点评

资源储备持续增长可期、矿产金产量未来三年持续增长可期

● 第四季度归属于母公司所有者净利润环比下降 19.85%, 低于预期

公司 2010 年全年矿产金产量达到 19.41 吨,同比增长 9.86%;实现归属于母公司的净利润 12.23 亿元,同比增长 63.94%;基本每股收益 0.86 元/股,同比提高 62.26%,但低于我们的预期。环比来看,第四季度实现利润总额 4.53 亿元,环比下降 12.34%;净利润 3.07 亿元,环比下降 18.71%;归属于母公司净利润 2.89 亿元,环比下降 19.85%。实现每股收益 0.20 元,低于预期。

● 公司管理费用每季在第四季度就出现飙升

公司三费在第四季度环比增加 43.68%,影响公司税前 EPS 近 0.10 元。其中管理费用环比增加了 1.23 亿元,公司该费用高企问题最近几年一直存在。很有规律的现象是,2007 年~2010 年,公司管理费用每季在第四季度就出现飙升。

● 2010 年公司矿产金毛利率为 55.47%

从 2004 年到 2010 年,黄金均价涨幅为 145.35%,但公司 2010 年 55.47%矿产金毛利率却仅比 2004 年 51.86%的矿产金毛利率上升了 3.63 个百分点。以这种成本上升速度测算,公司未来业绩增长与金价上涨之间的敏感度将大打折扣,相反,金价下跌对公司业绩带来的冲击则大大加强。目前看来,真正能够促使公司业绩持续上升的推动力只能是靠矿产金的提升。

● 风险提示

目前金价与地缘政治危机、全球通胀预期有较强的相关性,预期的改变可能影响金价的走势,我们提醒投资者金价可能出现的波动所带来的投资风险。

● 维持对公司的“推荐”投资评级

我们谨慎预计公司 11/12/13 年 EPS 分别为 1.16 元/1.42 元/1.60 元,对应目前股价的 PE 分别为 42.69X/34.91X/31.06X。基于对未来金价中长期走势的乐观预期,以及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,我们维持对公司“推荐”的投资级别。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011	2012	2013
营业收入(百万元)	23,360.10	31,514.70	41,841.88	44,513.36	46,316.99
(+/-%)	17.55%	34.91%	32.77%	6.38%	4.05%
净利润(百万元)	748.70	1,223.04	1,653.88	2,022.29	2,272.70
(+/-%)	17.54%	63.35%	35.23%	22.28%	12.38%
每股收益(元)	1.05	0.86	1.16	1.42	1.60
EBIT Margin		6.0%	6.1%	6.9%	7.4%
净资产收益率(ROE)	25.97%	31.46%	33.44%	32.41%	29.53%
市盈率(PE)	47.15	57.72	42.69	34.91	31.06
EV/EBITDA		31.7	26.18	21.79	19.60
市净率(PB)	12.25	18.16	14.27	11.31	9.17

第四季度归属于母公司所有者净利润环比下降 19.85%

公司 2010 年全年完成矿石处理量 921.05 万吨，同比增长 14.48%；平均日处理量达到 27210 吨/日，同比增加 3127 吨/日；完成采掘总量 1164.87 万吨，同比增长 11.26%。公司全年矿产金产量达到 19.41 吨，同比增长 9.86%；实现营业收入 315.15 亿元，同比增长 34.91%；实现利润总额 17.88 亿元，同比增长 63.45%；实现归属于母公司的净利润 12.23 亿元，同比增长 63.94%；基本每股收益 0.86 元/股，同比提高 62.26%，但低于我们的预期。

环比来看，第四季度公司实现销售收入 72.36 亿元，环比增长 6.31%，这主要是受黄金价格环比上升的因素影响（第四季度国内黄金现货均价较第三季度上涨了 27.91 元/克）。第四季度实现利润总额 4.53 亿元，环比下降 12.34%；净利润 3.07 亿元，环比下降 18.71%；归属于母公司净利润 2.89 亿元，环比下降 19.85%。实现每股收益 0.20 元，低于预期。

表 1：公司单季利润表数据比较

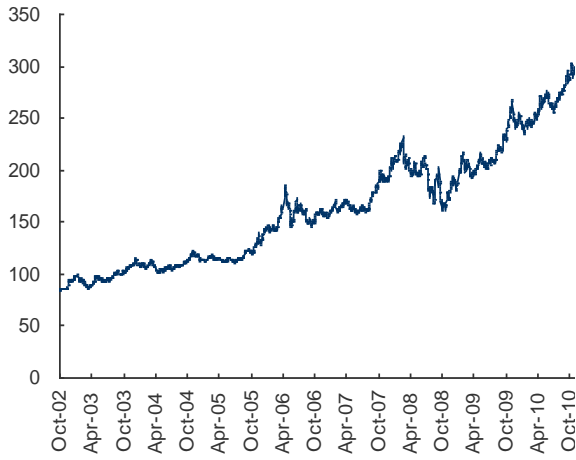
单位：百万元

	2010 第二季度	2010 年第三季度	2010 年第四季度	环比
国内现货黄金均价（元/克）	262.14	267.29	295.2	10.44%
营业收入	11,506.03	6,806.79	7,236.59	6.31%
营业成本	10,791.13	6,011.20	6,358.66	5.78%
销售利润	714.90	795.59	877.93	10.35%
综合毛利率	6.21%	11.69%	12.13%	3.80%
销售费用	7.99	4.26	5.24	23.00%
管理费用	225.06	268.51	392.32	46.11%
财务费用	29.94	24.95	30.22	21.12%
资产减值损失	6.76	-30.62	6.02	-119.66%
投资净收益	0.09	10.55	-6.72	-163.70%
营业利润	444.64	521.98	446.94	-14.38%
利润总额	442.96	517.33	453.51	-12.34%
净利润	327.76	378.21	307.45	-18.71%
归属于母公司所有者的净利润	303.76	361.49	289.73	-19.85%

资料来源：国信证券经济研究所

图 1: 国内现货黄金走势

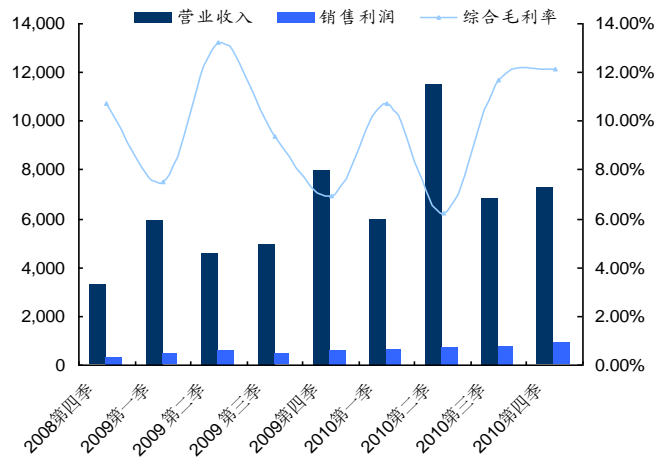
单位: 元/克



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: 亿元



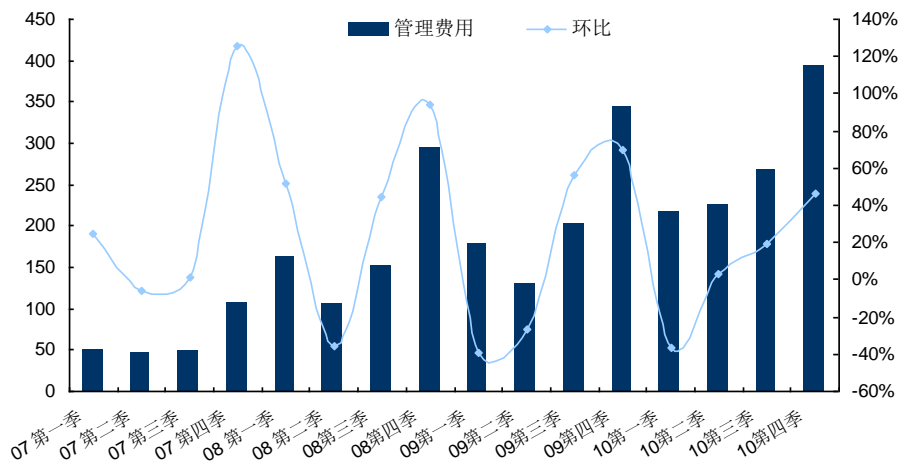
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

公司第四季度业绩环比下降主要是由于第四季管理费用环比增长 46.11%所致。公司三费在第四季度环比增加 43.68%，影响公司税前每股收益近 0.10 元。其中管理费用环比增加了 1.23 亿元。

公司管理费用高企问题最近几年一直存在。从图 3 看, 很有规律的一个现象是, 2007 年~2010 年, 公司管理费用每每在第四季度就出现飙升。

图 3: 公司历年的管理费用情况

单位: 百万元



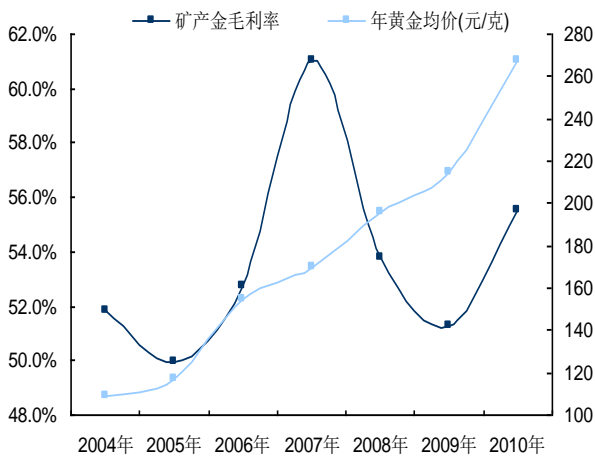
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

2010 年公司矿产金毛利率为 55.47%

这几年国内黄金价格一直处于上升的通道，从 2004 年的年均价 109.15 元/克一路上升到 2010 年的年均价 267.8 元/克，涨幅为 145.35%，但公司 2010 年 55.47% 矿产金毛利率却仅比 2004 年 51.86% 的矿产金毛利率上升了 3.63 个百分点。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。

但以这种成本上升速度测算，公司未来业绩与金价上涨之间的敏感度将大打折扣，相反，金价下跌对公司业绩带来的冲击则大大加强。真正能够促使公司业绩持续上升的推动力只能是靠矿产金的提升。所以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。

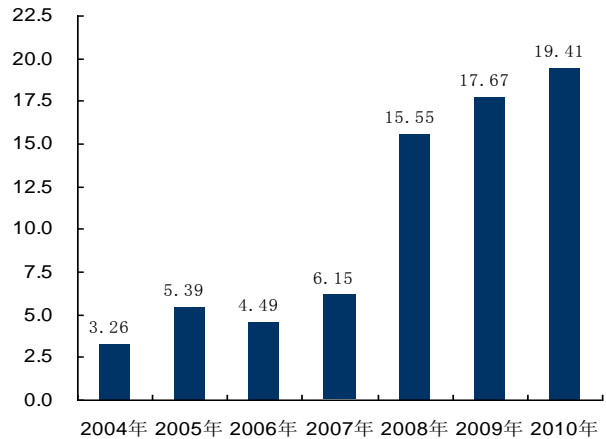
图 4：公司历年矿产金毛利率及年黄金均价对比



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 5：公司年矿产金量

单位：吨



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

公司 2010 年全年累计探获矿石资源量 1111 万吨、金属量 30 吨，保证了公司资源储量的可持续性发展，做到了资源储备增量大于年矿产金生产量。公司三山岛 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将继续积极推荐，确保公司年矿产金实现持续增长。公司在全国黄金行业的综合实力目前排在前三位，按照公司未来三年发展战略规划，随着资源整合，新扩建项目的实施，兼并、收购的按计划进行，公司有能力有信心争全国第一。

2011 年，公司确定的生产经营目标是自产黄金产量 20 吨。我们以 2011 年、2012 年和 2013 年公司矿产金数量分别为 19.907 吨、21.42 吨和 22.542 吨、黄金售价分别为 280 元/克、295 元/克和 305 元/克的假设前提测算，预测公司 2011 年、2012 年和 2013 年的每股收益分别为：1.16 元、1.42 元/股和 1.60 元/股。

国际上流行采用 P/NAV 指标对黄金类上市公司进行估值，该指标一般在公认的 1.5~3.0 的区间范围内波动。我们认为资源拥有所体现的价值在该指标中被赋予较

大的权重，具有更客观的一面。用该指标对山东黄金进行估值，结果显示公司合理股价应该在 36.59~73.18 元之间，对比目前市价，公司股价仍有较大上涨空间。

结合 P/NAV 估值，在判断黄金价格中短期仍能维持在高位震荡的前提下，基于对公司资源储备继续增长的可预期性、矿产金产量未来三年仍将持续提高的增长性，维持对公司“推荐”的投资级别。

表 2: 山东黄金 P/NAV 估值

储量 (吨)	356.05
吨完全成本 (万元/吨)	20,000.00
黄金平均售价 (万元/吨)	33,000.00
利润总额 (万元)	4,628,650.00
所得税率 (%)	0.25
净利润(万元)	3,471,487.50
总股本 (万股)	142,307.25
P/NAV=1.5 时的股价 (元/股)	36.59
P/NAV=3.0 时的股价 (元/股)	73.18

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	817	1607	2875	4389	营业收入	31515	41842	44513	46317
应收款项	116	154	163	170	营业成本	28486	38037	40120	41532
存货净额	254	724	763	788	营业税金及附加	4	5	5	5
其他流动资产	605	418	445	463	销售费用	22	30	31	33
流动资产合计	1791	2903	4246	5811	管理费用	1103	1221	1293	1341
固定资产	4410	5121	5750	6305	财务费用	110	185	172	156
无形资产及其他	2870	2774	2679	2583	投资收益	(0)	(0)	(0)	(0)
投资性房地产	510	510	510	510	资产减值及公允价值变动	1	5	5	5
长期股权投资	2	(7)	(16)	(24)	其他收入	0	0	0	0
资产总计	9583	11301	13169	15185	营业利润	1791	2369	2897	3255
短期借款及交易性金融负债	1890	1890	1890	1890	营业外净收支	(3)	(3)	(3)	(3)
应付款项	502	675	710	734	利润总额	1788	2367	2894	3252
其他流动负债	770	779	820	848	所得税费用	491	615	752	846
流动负债合计	3162	3343	3420	3472	少数股东损益	74	98	119	134
长期借款及应付债券	1270	1270	1270	1270	归属于母公司净利润	1223	1654	2022	2273
其他长期负债	565	962	1360	1757					
长期负债合计	1835	2232	2630	3027	现金流量表 (百万元)				
负债合计	4996	5575	6050	6499	净利润	1223	1654	2022	2273
少数股东权益	698	780	879	991	资产减值准备	(40)	6	0	0
股东权益	3888	4946	6241	7695	折旧摊销	488	360	453	528
负债和股东权益总计	9583	11301	13169	15185	公允价值变动损失	(1)	(5)	(5)	(5)
					财务费用	110	185	172	156
关键财务与估值指标					营运资本变动	527	268	400	399
每股收益	0.86	1.16	1.42	1.60	其它	101	75	99	112
每股红利	0.14	0.42	0.51	0.57	经营活动现金流	2298	2359	2969	3306
每股净资产	2.73	3.48	4.39	5.41	资本开支	(1205)	(982)	(982)	(982)
ROIC	23%	25%	29%	33%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	31%	33%	32%	30%	投资活动现金流	(1197)	(973)	(973)	(973)
毛利率	10%	9%	10%	10%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	6%	6%	7%	7%	负债净变化	970	0	0	0
EBITDA Margin	8%	7%	8%	8%	支付股利、利息	(204)	(595)	(728)	(818)
收入增长	35%	33%	6%	4%	其它融资现金流	(2219)	0	0	0
净利润增长率	64%	35%	22%	12%	融资活动现金流	(686)	(595)	(728)	(818)
资产负债率	59%	56%	53%	49%	现金净变动	416	790	1268	1515
息率	0.3%	0.8%	1.0%	1.2%	货币资金的期初余额	401	817	1607	2875
P/E	57.7	42.7	34.9	31.1	货币资金的期末余额	817	1607	2875	4389
P/B	18.2	14.3	11.3	9.2	企业自由现金流	1709	1533	2138	2465
EV/EBITDA	31.7	26.2	21.8	19.6	权益自由现金流	460	1396	2011	2350

资料来源: 国信证券经济研究所预测

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

风险提示

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。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	闫 莉	010-88005316
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	吴土金	0755-82130833-1332
		刘子宁	021-60933145		
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 焯	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
高 健	0755-82130678				
机械		汽车及零配件		钢铁	
郑 武	0755- 82130422	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
陈 玲	0755-82130646			秦 波	010-66026317
杨 森	0755-82133343				
商业贸易		基础化工		医药	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝 彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908
田惠蓝	0755-82133263	邱 斌	0755-82130532	杜佐远	0755-82130473
		罗 洋	0755-82150633		
		吴琳琳	0755-82130833-1867		
		梁 丹	0755- 82134323		
石油与石化		电力设备与新能源		传媒	
严蓓娜	021-60933165	杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭 波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		造纸		家电	
严 平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程 锋	021-60933167	邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		电子元器件		纺织服装	
段迎晟	0755- 82130761	段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158
黄 磊	0755-82151833	高耀华	0755-82130771		
农业		旅游		食品饮料	
张 如	021-60933151	陈财茂	021-60933163	黄 茂	0755-82138922
建材		煤炭		建筑	
				邱 波	0755-82133390
				刘 萍	0755-82130678
新兴产业		研究支持		量化投资产品	
陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998	焦 健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098	阳 瑾	0755-82133538
		袁 剑	0755-82139918	周 琦	0755-82133568
		余 辉	0755-82130741	赵学昂	0755-66025232
		王越明	0755-82130478	邓 岳	0755- 82150533
基金评价与研究		量化投资策略		量化交易策略与技术	
杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129
黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528
康 亢	010-66026337	程景佳	010-88005326	林晓明	0755-25472656
刘舒宇	0755-82133568	郑 云	021-60875163	赵斯尘	021-60875174
彭甘霖	0755-82133259	毛 甜	021-60933154	徐左乾	0755-82133090
李 腾	0755-82130833-6223				
刘 洋	0755-82150566				

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)	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦戡	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				温馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn