



山东黄金 (600547)：矿产金产量稳定增长，托管资产暗示资产注入途径

-山东黄金 (600547) 2010 年年报点评

近三月该股与沪深 300 指数走势



公司评级：推荐

事件：山东黄金 (600547) 于2011年2月26日公布2010年报：公司2010年度实现基本每股收益0.86元，稀释每股收益0.86元，每股收益（扣除非经常性损益）0.86元，每股净资产2.73元，净资产收益率36.18%，加权平均净资产收益率36.07%，扣除非经常性损益后净利润122693万元，营业收入3151470.18万元，公司提出的分配预案为：向全体股东每10股派现金红利1.00元（含税）。

点评：

1、业绩稍低于业界一致预期，四季度管理费用激增和自产金克成本上升是主因。

公司2010年度实现每股收益0.86元，高于我们2010年中预测的0.82元，稍低于市场一致预期0.94元的每股收益。我们认为，四季度管理费用激增和自产金克成本上升是主要原因。公司2010年度管理费用为110339万元，四季度单季度管理费用为39232万元，与前三季度单季度管理费用23702万元相比，大幅增长65.52%。2010年，根据年报数据我们计算出的克金成本为119.21元/克，与2009年克金成本104.59元/克相比，同比增长13.97%。由于克金处理成本的上升，公司毛利率在黄金价格上涨24.78%的情况下只上涨了3.19个百分点。

2、公司自产金数量稳步提高，多项工程在建稳定矿产金产量提高预期。

2008-2010年，公司矿产金数量分别为15.55吨、17.668吨和19.41吨。增速分别为13.62%和9.85%。增速大致比较稳定。按照公司的计划，公司2011年计划生产矿产金20吨，从公司实际产量与计划产量比较来看，

基础数据

总股本（百万股）	1423.0724
实际流通 A 股（百万股）	763.4724
实际流通 A 股市值（亿元）	377.31

研究员 尹建辉

投资咨询证书号 S0620207050048

电话 025-83367888-3085

邮箱 jhyin@njzq.com.cn

我们估计实际产量应该在20.5吨左右。公司目前正在进行沂南、玲珑、新城、金洲鑫汇、鑫莱等金矿的井巷拓展工程，以及焦家金矿6000T/日、三山岛8000T/日选矿的改扩建工程。我们认为随着这些工程的完工投入使用，公司的矿产金产量将逐步上升。

3、公司资源增储工程稳步推进，近期主要看托管资产何时注入。公司2010年资源增储的动作主要是收购青岛鑫莱矿业投资有限公司49%股权和山东金石矿业有限公司（以下简称“金石公司”）75%股权。通过这两项收购，公司黄金储量大约增加100吨左右，公司目前黄金储量为350吨左右。

公司目前托管的资产主要有山东黄金集团有限公司持有的山东黄金归来庄矿业有限公司69.24%股权和嵩县天运矿业有限责任公司70%股权（其所辖的资产为石盘沟金矿）。另外公司还托管山东黄金集团全资子公司山东黄金有色矿业集团持有的嵩县山金矿业有限公司70%股权，其主要资产为嵩县九仗沟金矿（目前采选规模600吨/日）、山东黄金集团蓬莱矿业有限公司51%股权和海南山金矿业有限公司63%股权（目前选矿处理量为1000吨/日）。特别需要指出的是，海南山金矿业有限公司持有海南抱伦金矿是全国五大金矿之一，如果能注入股份公司将极大提高股份公司的黄金储量。

4、盈利预测和投资评级。我们保守预测，2011年黄金的平均价格为285元/克（含税）、我们根据公司确定2011年经营目标为基础，假设三项费用率和所得税率仍维持2010年的水平。在不考虑其他非经常损益的情况下，按照我们的预测模型，我们预测公司2011年净利润大致为143533万元左右，以现有股本计算，每股收益大致为1.01元，以2011年3月01日收盘价计算，2011年PE为48.94倍，稍低于公司历史平均估值水平。综合业绩增长、估值水平等因素，我们给予公司“推荐”投资评级。

南京证券上市公司投资评级标准:

- 强烈推荐: 六个月内预计涨幅大于 30%;
- 推荐: 六个月内预计涨幅为 10%-30%之间;
- 中性: 六个月内预计涨幅为-10%- 10%之间;
- 回避: 六个月内预计涨幅为-10%及以下。