

有色金属

推荐（维持）

聂秀欣

S1060208050096
0755-22625696
Liangzhigang101@pingan.com.cn

山东黄金(600547)

资产注入依然是2011年的投资主题

事项:

近日,我们调研了山东黄金,截至2010年,公司黄金储量326吨,矿产金产量19.4吨,分别位列A股上市公司第三位和第二位,以下是主要观点:

平安观点:

■ 资产注入依然是2011年的投资主题

过去三年,通过集团资产注入等方式,山东黄金成为黄金资源扩张速度最快的公司,储量从2008年的167吨增至2010年的326吨。目前集团仍拥有接近400吨的黄金探明储量,虽然我们难以预测这部分储量具体注入的时间表,但从利益最大化的角度来分析,我们认为2011年是一个良好的时点。

首先,目前超过1400美元/盎司的金价处于历史最高位,对于集团来说,资源价值能得到最大的体现;其次,受国内流动性紧缩影响,目前黄金板块平均估值(未来12个月)约为31倍,接近去年7月份的低点(也是自09年3月份以来的低点),相对低估值使得集团能获得最大的股权比例(目前集团控股比例为50.25%)。所以从时点来说,2011年资产注入能实现集团公司资源价值和股权比例的最大化,而对于上市公司来说,黄金储量存在翻番的可能,考虑黄金资产二级市场相对于一级市场的溢价,资产注入值得期待。

■ 预计2011年公司矿产金产量增长8.25%,到21吨

公司2010年矿产金产量19.4吨,比09年增加1.74吨(或9.86%),而公司预计11年产量为20吨,我们认为公司产量预计相对较为保守,因为随着三山岛8000吨/日、焦家6000吨/日扩建项目和1200吨/日金精矿回收利用等项目的推进,将使得公司矿石处理量较10年进一步提高,我们预计11年公司矿产金产量为21吨,同比增加1.6吨或8.25%。值得注意的是,公司去年四季度三费环比增加了1.23亿元,公司表示费用的增加来源于工人工资上升以及新摊折旧,我们预计2011年该部分新增费用约为1.6亿元,影响EPS约为0.1元。

■ 预计国内黄金均价涨幅18%,均价为316元/克

流动性存量、欧美“紧财政、宽货币”政策以及地缘政治不稳决定2011年黄金牛市将持续。定量分析经济增长、货币平均增速以及美元指数后,我们预计2011年黄金均价涨幅为22%,到1486美元/盎司,高位挑战1600美元/盎司,考虑人民币3—5%的升值幅度,国内黄金均价涨幅18%,均价为316元/克。

■ 维持“推荐”评级

受到原油价格上涨等因素的进一步推动，我们认为 2011 年国内生产资料价格将进一步上升，考虑 2011 年 5% 的 PPI，我们预计 11 年公司克金成本将从 145 元上升至 150 元，预计公司 11 年、12 年 EPS 分别为 1.27 元和 1.65 元，对应 3 月 11 日收盘价 48.5 元，PE 分别为 38 倍和 29 倍，维持“推荐”评级。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257