

有色金属行业

山东黄金（600547）：生产成本上升，毛利率下降

2009年3月4日

增持

市场数据

总市值(亿元)	272.02
流通市值(亿元)	132.26
总股本(亿股)	3.56
流通股本(亿股)	1.73

前期研究

2008/11/10 山东黄金（600547）：收购柴矿提升黄金储量 5%

2008/11/01 山东黄金（600547）：业绩低于市场普遍预期

2008/08/25 山东黄金（600547）：量价齐升助推业绩

2008/04/25 山东黄金（600547）：业绩符合预期，恐慌大可不必

点评：

业绩低于市场预期。报告期内，公司实现销售收入 198.73 亿元，同比增长 75.2%；归属于上市公司股东的净利润 6.65 亿元，同比增长 292.8%；摊薄每股收益 1.79 元，业绩低于市场预期。利润分配优厚，预案每 10 股转增 10 股派 3 元（含税）。

矿产金产量增长和黄金价格上涨保证盈利增长。报告期内，收购了集团相关黄金矿业资产，全年矿产金产量达到 15.55 吨，同比增长 155.32%，生产外购合质金约 85.1 吨。2008 年国内黄金销售均价约为 195 元/克，较 2007 年均价同比上涨约 15%。

生产成本上升，毛利率下降。2008 年公司矿产黄金业务毛利率为 53.8%，同比下降 9.21 个百分点，外售金精矿毛利率为 49.6%，同比也下滑 4.36 个百分点，这说明公司黄金采选环节成本大幅上升。经过测算，公司矿产金克金成本在 90 元/克左右，同比上升 24%左右，部分矿区开采年限较长，入选品味下降可能是成本上升的主要原因。

管理费用大幅飙升。公司第四季度管理费用攀升至 2.93 亿元，环比增长 94.13%。我们同时也发现公司每年四季度的管理费用均会出现攀升，应该是对前三季度的费用进行确认。从全年看，管理费用占比高达 3.6%，公司在降低运营成本方面还大有潜力。

资源仍存扩张潜力。公司去年年底收购赤峰柴胡栏子矿获得约 18.5 吨的黄金储备，同时该矿品位较高约 5g/t，未来更可从集团获取更多资源，如莱州寺庄金矿，探明储量达 51.83 吨。

盈利预测和投资评级。我们在 185 元/克（09 年）和 175（10 年）金价下，预计公司 09-10 年 EPS 分别为 2.28 元和 2.48 元，投资评级维持“增持”。

研究员

兰可

010-88092288-3302

lk@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

类别	级别	涵义
公司	强烈买入	股价明显低估，未来6月内有30%的涨幅
	增持	股价明显被低估，未来6月内有15%的涨幅
	持有	股价定位合理，未来6月内股价波动在-5%--10%之间
	谨慎持有	股价基本合理，未来6月内股价波动在5% -- -10%之间
	卖出	股价被高估，未来6月可能出现-15%以上的跌幅
	强烈卖出	股价明显高估，未来6月内有-30%的跌幅
行业	强于大市	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数将跑赢综合指数
	跟随大市	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数将跟随综合指数
	弱于大市	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议，报告中所引用信息均来自市场公开资料，我公司对所引用信息的准确性和完整性不作任何保证。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行业务服务。本报告未经许可不得翻版、复制、刊登、发表或引用。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 4 层

邮编：100032

电话：（010）88092288-3217、3507

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>