

分析师： 葛军 (8627)65799509 daiwei@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 (8621) 63217917 yangjf@cjsc.com.cn

中报业绩优异，未来仍值期待

事件描述

公司公布 2009 年半年报

事件评论

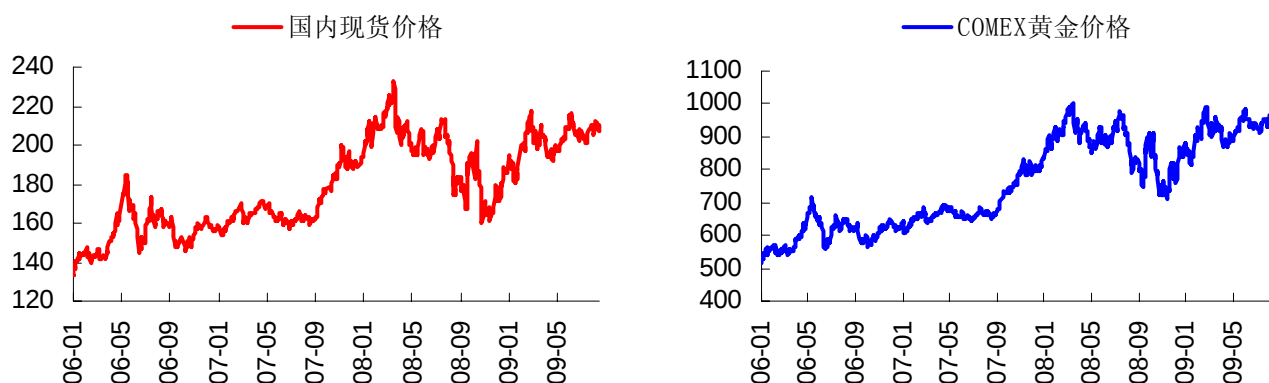
- 营业收入下降 4.3%，净利润下降 2.1%，EPS 为 0.68 元。

公司半年报显示，2009 年上半年公司实现营业收入 104.6 亿元，比去年同期减少 4.3%；实现净利润 4.9 亿元，同比下降 2.1%；报告期内，公司每股收益 0.68 元，同比减少 2.9%，环比一季度 0.22 元的收益（二季度公司完成 10 送 10 的转增股变动，因而摊薄了一季度的 EPS），二季度增长了 109.1%，这一业绩符合我们的预期。

- 黄金价格和销售量的双双下降是公司业绩略低于去年同期水平的主要原因。

08 年 10 月爆发的全球性金融危机曾一度迫使投资者抛售部分黄金以弥补投资组合中其他方面的亏空，使得国际黄金价格一度下跌至 08 年底的最低点 712.3 美元/盎司（约合 160.3 元/克），不过由于对未来通货膨胀的预期和对金融市场不确定性的担心，避险需求使得黄金价格很快回升并保持高位运行态势，但总的来看，国内上半年黄金现货的平均价格为 201.54 元/克，比去年同期的 204.75 元/克下降了 1.57%。销量方面，如果我们按 201.54 元/克的黄金均价计算，公司上半年的黄金销量为 51.35 吨，比去年同期 52.63 吨的总销量减少了 2.43%（其中自产金量约 8.79 吨，同比增长 15.2%；外购合资金 42.56 吨，同比减少 5.4%）。

图 1：国内外黄金价格近期走势

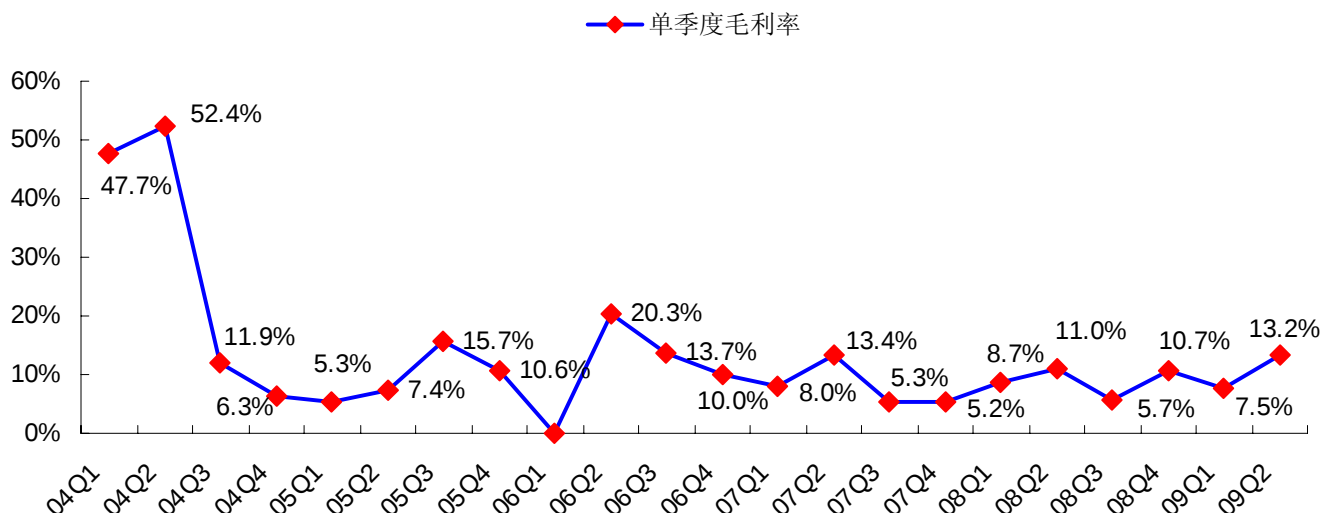


资料来源：Bloomberg

● 公司二季度盈利大幅增长，单季度实现净利润 3.45 亿元。

今年二季度，国内外黄金价格均有所回升，其中国内黄金现货二季度的平均价格为 204.4 元/克，环比一季度的 199.8 元/克上涨了 2.3%，公司在二季度大幅盈利，单季度实现净利润 3.45 亿元，折合 eps 为 0.46 元。同时，由于黄金销售价格的回升，二季度公司综合毛利率已经大幅回升至 13.2%。

图 4：公司二季度毛利率回升明显

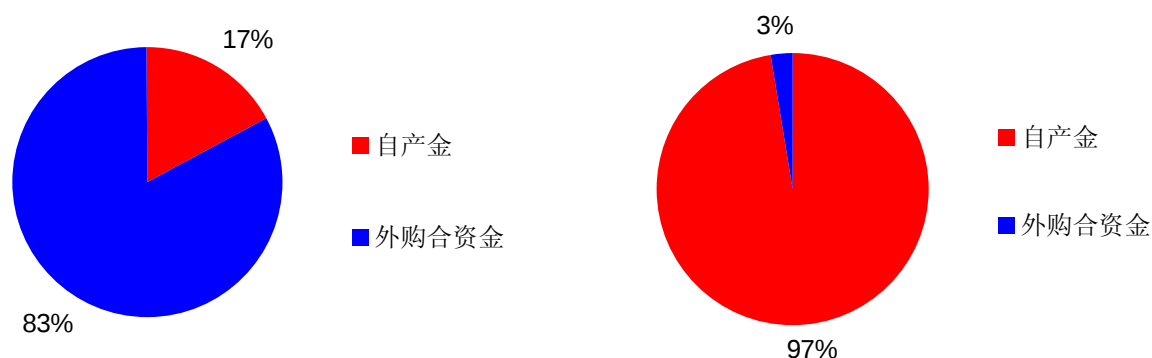


资料来源：公司公告

● 成本增加使自产金业务的盈利能力略有下滑。

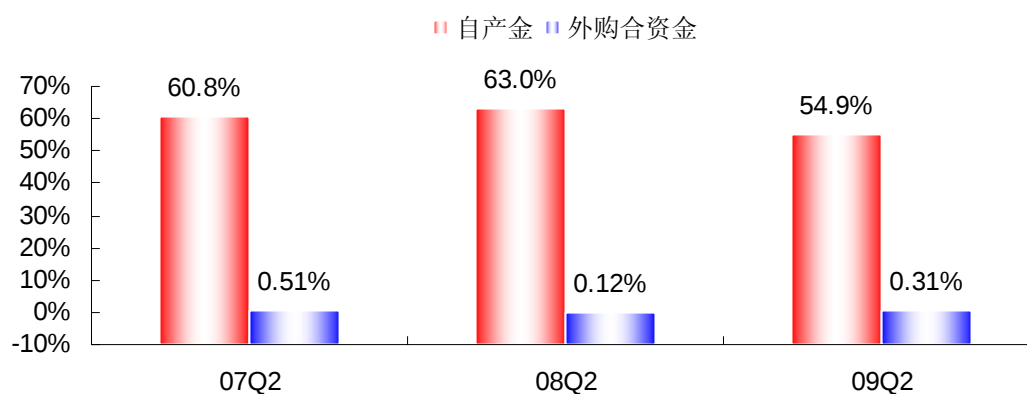
值得注意的是，公司 09 年上半年自产金业务的盈利能力出现了一定程度的下滑。报告期内，公司实现利润总额 6.9 亿元，其中 97% 来自于公司自产金的贡献。通过计算公司主营业务的收入与成本结构，我们发现公司 09 年上半年自产金业务的收入为 17.7 亿元，同比增长了 13.4%，但自产金业务的利润却同比减少了 1.2%，毛利率出现一定下滑。造成这一现象的原因主要是因为公司自产金成本的上升：09 年上半年，公司自产金的生产成本增加至 90.9 元/克，比去年同期增长了 19.9%。克金成本的上涨也使得公司上半年自产金业务的毛利率同比下滑了 8.1 个百分点至 54.9%。

图 2：公司主营业务收入结构（左）和利润结构（右）



资料来源：公司公告

图 3: 公司近三年毛利率情况



资料来源：公司公告

● 公司未来看点:

- (1) **公司未来储量仍有进一步增加的预期。**报告期内，公司新增金矿资源储量 26 吨（其中收购归来庄金矿 70% 的股权，新增金矿储量 16.26 吨，金平均品味为 7.77 克/吨；收购柴胡栏子金矿 73.5% 的股权，新增金矿储量 9.75 吨，金平均品味为 4.99 克/吨）。截止到报告期末，公司共计拥有金矿资源储量 191 吨（权益 177.7 吨），矿产金产能也增加至 14.6 吨/年。考虑到焦家金矿和三山岛金矿的扩建工程今年年内有望初步产生成效，我们预计公司在 09 年下半年有可能继续进行集团资产收购。在不考虑折旧和公司资产收购的情况下，公司未来的自产金产量有望随着黄金储量的增长而稳步增长，我们预计 09、10、11 年的矿产金产量分别为 18 吨、19.5 吨和 21 吨。

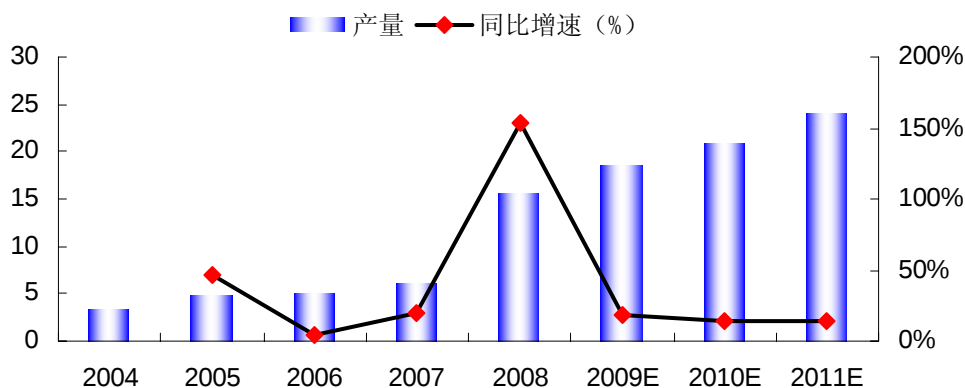
表：公司资源储量情况

矿山名称	黄金资源储量 (吨)	平均品味(克/吨)	权益 (%)	权益储量	所在地
金仓金矿	56	4.1	100	56	山东莱州
新城金矿	40	4.29	100	40	山东莱州

焦家金矿	28	3.45	100	28	山东莱州
归来庄金矿	16.26	7.77	70	11.4	山东平邑
三山岛金矿	12.3	3.22	100	12.3	山东莱州
金州金矿	12	5.02	51	6.1	山东乳山
柴胡栏子金矿	9.75	4.99	73.52	7.2	内蒙古赤峰
鑫汇金矿	9.7	4.53	100	9.7	山东青岛
玲珑金矿	7	7.17	100	7	山东招远
总计	191			177.7	

资料来源：公司资料

图 5：公司自产金产量未来有望稳步增长



资料来源：公司公告，长江证券研究所

（2）我们对黄金价格长期看好。基于对未来美元贬值以及通胀的预期，我们认为黄金价格未来仍将震荡向上。短期来看，由于目前美国有望先于欧洲出现经济复苏，美元的疲软现象短期将得到遏制，黄金价格将继续维持高位震荡的态势。长期来看，黄金的牛市基础并未动摇，基本面仍十分强劲，预计未来几年金价有望向上突破，并在 900~1350 美元/盎司的区间作宽幅震荡。

● 给予公司“推荐”评级

假设 09、10 年国内黄金的平均价格分别为 200 元/克和 210 元/克，公司 09、10 年的自产金产量分别为 18 吨、19.5 吨，我们预计公司 09、10 年的 EPS 分别为 1.65 元和 1.88 元，综合考虑公司未来的发展前景，我们维持公司“推荐”评级。

财务报表预测

利润表 (百万元)

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	19873	24617	28309	33102
营业成本	18137	22114	25436	29716
毛利	1736	2503	2873	3386
% 营业收入	8.7%	10.2%	10.2%	10.2%
营业税金及附加	2	2	2	3
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	25	25	28	33
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	712	714	821	960
% 营业收入	3.6%	2.9%	2.9%	2.9%
财务费用	75	91	124	109
% 营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%
资产减值损失	68	8	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	46	0	0	0
营业利润	901	1664	1898	2282
% 营业收入	4.5%	6.8%	6.7%	6.9%
营业外收支	-6	0	0	0
利润总额	896	1664	1898	2282
% 营业收入	4.5%	6.8%	6.7%	6.9%
所得税费用	221	416	474	570
净利润	675	1248	1423	1711
归属于母公司所有者的净利润	636.8	1171.5	1336.2	1606.5
少数股东损益	38	77	87	105
EPS (元/股)	0.89	1.65	1.88	2.26

现金流量表 (百万元)

	2008A	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流净额	1145	640	1625	2120
取得投资收益收回现金				
金	47	0	0	0
长期股权投资	-966	0	0	0
无形资产投资	0	-227	0	0
固定资产投资	-782	-939	-1049	-1193
其他	24	-13	0	0
投资活动现金流净额	-1725	-1179	-1049	-1193
债券融资	0	0	0	0

资产负债表 (百万元)

	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	287	739	849	993
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	236	354	407	476
存货	249	424	488	570
预付账款	242	1106	1272	1486
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	1026	2647	3044	3558
可供出售金融资产				
产	29	42	42	42
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	11	11	11	11
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	2847	3493	4190	4940
无形资产	255	464	441	419
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	42	2	0	0
其他非流动资产	-16	284	484	484
资产总计	4195	6943	8212	9454
短期贷款	978	2085	1444	511
应付款项	317	424	488	570
预收账款	3	25	28	33
应付职工薪酬	28	55	64	74
应交税费	37	84	95	115
其他流动负债	301	457	526	614
流动负债合计	1663	3129	2645	1917
长期借款	0	150	650	1150
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	5	0	0	0
其他非流动负债	98	163	193	193
负债合计	1766	3442	3488	3260
归属于母公司所有者权益	2261	3257	4393	5758
少数股东权益	167	244	331	436
股东权益	2428	3501	4724	6194
负债及股东权益	4195	6943	8212	9454
基本指标				
EPS	0.895	1.646	1.878	2.258

股权融资	981	0	0	0	BVPS	6.36	9.15	6.17	8.09
银行贷款增加(减少)	-213	1257	-140	-434	PE	59.44	32.31	28.33	23.56
筹资成本	229	-267	-324	-350	PEG	1.65	0.89	0.78	0.65
其他	-460	0	0	0	PB	8.37	5.81	8.62	6.57
筹资活动现金流净额	537	990	-464	-783	EV/EBITDA	15.51	9.88	8.41	6.86
现金净流量	-42	451	111	144	ROE	28.2%	36.0%	30.4%	27.9%

分析师介绍

葛军，长江证券有色金属行业研究员

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中 性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减 持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。