

有色金属

报告原因: 中报点评

2009 年 08 月 18 日

市场数据: 2009 年 08 月 18 日

收盘价(元)	50.77
一年内最高/最低(元)	87.00/26.40
市净率	13.76
市盈率	57.65
流通 A 股市值(百万元)	17564

基础数据: 2009 年 06 月 31 日

每股净资产(元)	3.69
资产负债率%	44.62
总股本/流通 A 股(百万)	712/346
流通 B 股/H 股(百万)	-/-

执笔人

熊晓云

xiongxiaoyun@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfbz@i618.com.cn

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话: 0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

山东黄金 (600547)

业绩平稳, 资源扩张速度放缓

增持

首次评级

公司研究/中报点评

●黄金价格波动不大, 公司业绩平稳。09 年上半年金价平均下跌 3%, 公司实现营业收入 104.58 亿元, 同比下降 4.30%; 实现净利润 4.85 亿元, 同比下降 2.06%; 实现每股收益 0.68 元, 同比下降 2.86%。其中矿产金收入 17.70 亿元, 合质金收入 85.78 亿元, 分别占总收入的 17%和 82%。

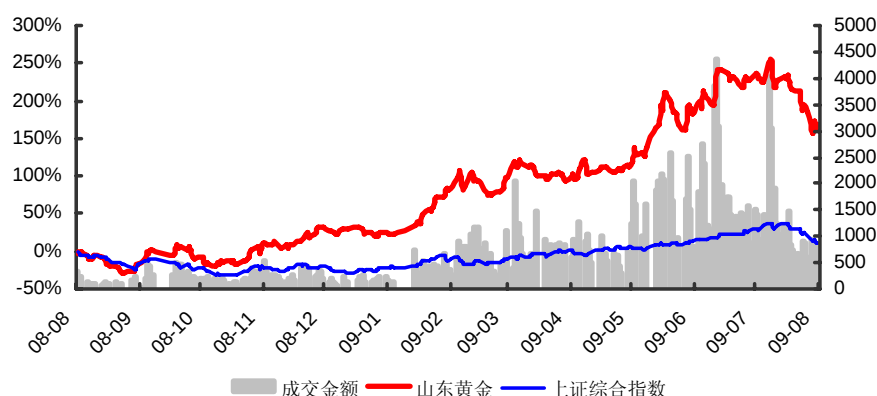
●公司黄金业务毛利率回升。黄金业务毛利率为 9.65%, 同比上升 4.49 个百分点, 其中合质金毛利率由 0.12%上升到 0.31%, 矿产金由于营业成本上升, 毛利率由 63.0%下降到 54.91%。估计 09 年上半年公司矿产金的单位克金营业成本可能接近 91 元/克, 比 08 年上半年的 76.6 元/克同比上升 18.7%, 我们认为这主要是由于公司入选矿的品位下降。

●矿产金生产正常。上半年公司矿产金的销量近 8.8 吨, 同比增长 17%, 由于库存不多, 推算公司上半年的产量接近销量。完成全年 17.46 吨计划的 50.4%。09 年产量增长主要来自于自身的内部挖潜, 08 年底收购的内蒙赤峰柴胡栏子金矿也会贡献约 0.3 吨左右的产量。

●短期内公司自产黄金将小幅增长。矿产金近几年增长主要来自于: 焦家矿扩产项目和三山岛新建 8000 吨选厂项目, 分别在 10 年达产和投产。公司新获得新立金矿之 55-91 勘探线矿段探矿权, 新增金金属量 33 吨, 需有 3 年的建设期, 因此在近一两年内, 公司的业绩并没有实质的变化。

●投资评级为“增持”。预计公司 09、10 年的 EPS 分别为 1.31 元和 1.41 元, 按照 8 月 18 日的收盘价计算, 对应动态市盈率分别为 44 倍和 35 倍, 处于行业中游水平。短期金价处于震荡, 长期随着经济的转暖, 通胀的预期会进一步明确, 未来随着金价的进一步上涨以及公司资源扩张潜力, 公司业绩存在超出预期的可能, 给与“增持”评级。

一年内公司股价与大盘对比走势:



请务必阅读正文之后的特别声明部分

图 1：公司主营业务收入构成

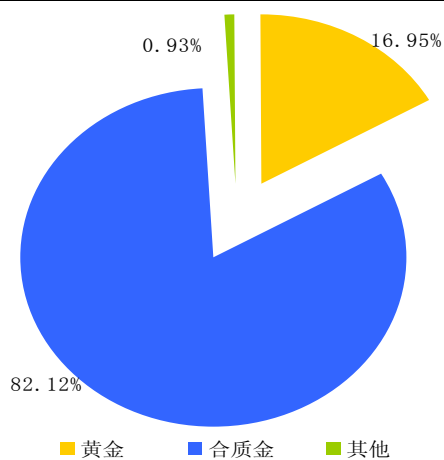


图 2：公司主营业务毛利构成

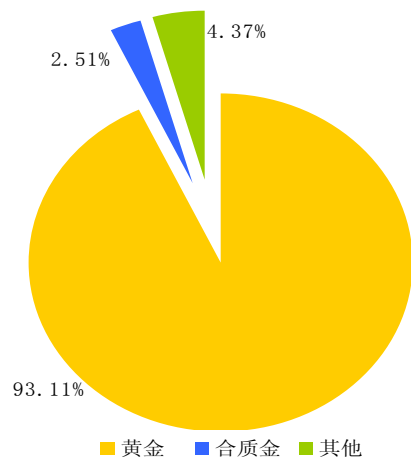


图 3：黄金价格走势

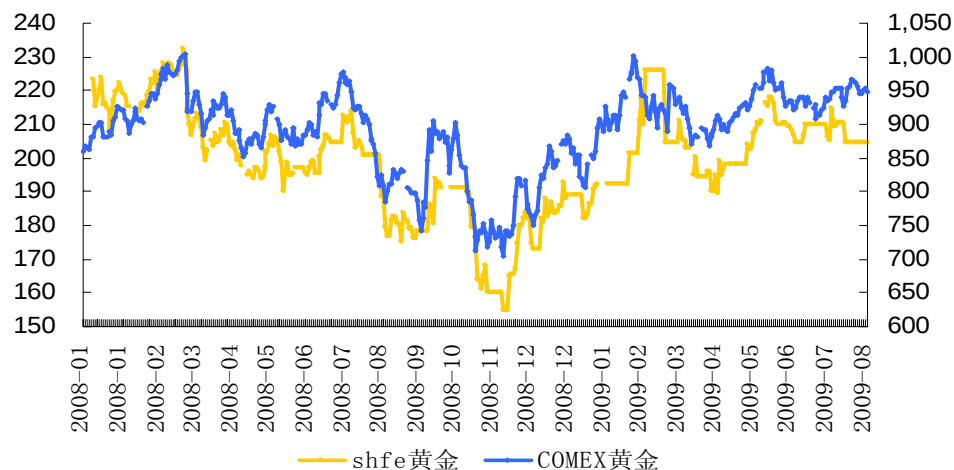


图 4：二季度公司综合毛利率回升

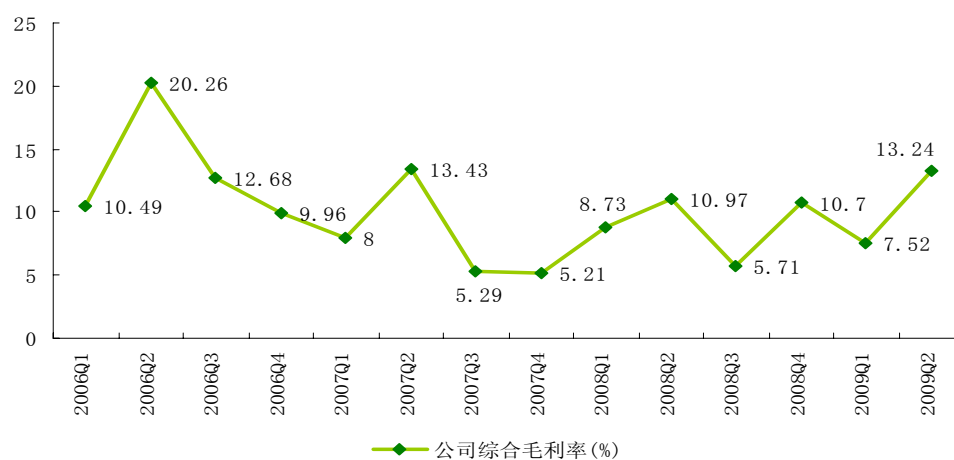




图 5：矿产金毛利率下降

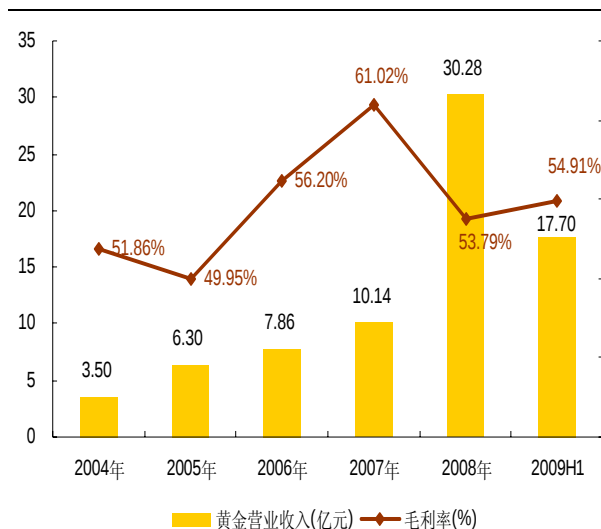


图 6：合质金毛利率回升

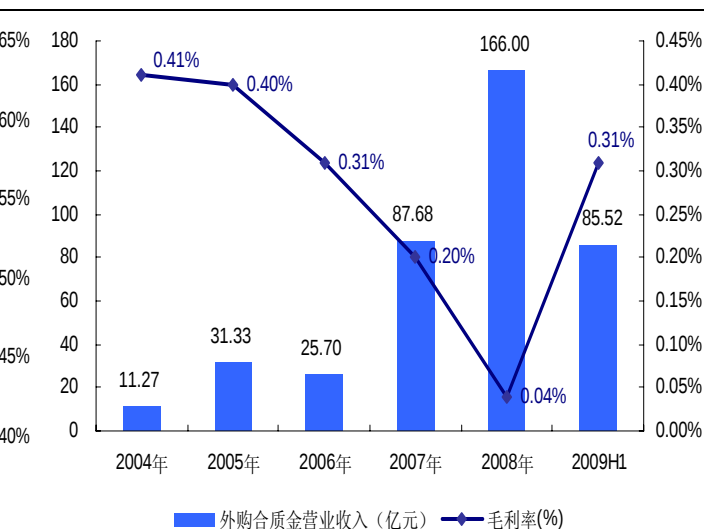


图 7：公司产能扩张路线

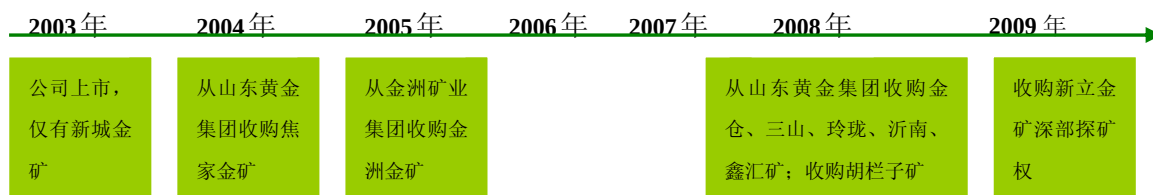


图 8：公司所属矿山情况

	权益比例 (%)	金金属量 (吨)	年产金(吨)	平均品位 (克/吨)	矿石日处理量 (t/d)	地理位置
新城金矿	100%	40.39	3.12	4.3	2950	山东莱州
焦家金矿	100%	28.19	1.75	3.45	6000	山东莱州
金洲金矿	51%	11.4	1.45	5.02	870	山东乳山
金仓金矿	100%	58.04	3.52	4.1	3500	山东莱州
三山岛金矿	100%	11.49	1.17	3.22	8000	山东莱州
玲珑金矿	100%	6.86	1.51	7.17	2600	山东招远
沂南金矿	100%	0.57	0.54	1.91	900	山东临沂
鑫汇金矿	100%	8.11	0.97	4.53	600	山东青岛
柴胡栏子金矿	73.52%	8.82		5.449	300	内蒙赤峰

表：山东黄金利润表及预测（单位：百万元人民币）

	2006 年	2007 年	2008 年	2009E	2010E
营业总收入	3,604.34	9,929.61	19,873.12	22,354.00	23,896.00
营业成本	3,148.76	9,266.80	18,136.66	20,342.14	21,625.88
营业税金及附加	0.48	0.46	1.71	2.24	2.39
销售费用	9	16.33	25.44	24.59	23.9
管理费用	164.08	252.48	711.77	670.62	645.19
财务费用	23.19	19.15	74.74	111.77	95.58
资产减值损失	12.56	35.69	67.9	0	0
投资净收益	-0.86	36.09	46.5	0	0
营业利润	245.42	374.79	901.49	1,202.65	1,503.06
营业外收入	0.99	2.46	25.49	0	0
营业外支出	8.83	9.72	31.23	0	0
利润总额	237.58	367.54	895.75	1,202.65	1,503.06
所得税	78.32	126.29	220.79	300.66	375.76
净利润	159.25	241.25	674.96	901.98	1,127.29
少数股东损益	34.43	48.4	38.15	100	120
归属于母公司所有者的净利润	124.83	192.84	636.81	801.98	1,007.29
每股收益	0.78	1.21	1.81	1.13	1.41

资料来源：公司公告，山西证券研究所



投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。